



证券研究报告—调整评级

2013年3月26日

股票代码	600801.CH	900933.CH
评级	持有	持有
原评级	买入	买入
收盘价	人民币 13.97	美元 1.69
目标价	人民币 15.20	美元 1.80
原目标价	人民币 13.50	美元 1.50
上/下浮比例	9%	6%
目标价格基础	1.7 倍市净率	1.3 倍市净率
板块评级	中立	中立

股价表现—A股



资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2013年3月25日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业：建筑与基建

李攀, CFA
(8610) 6622 9073
pan.li@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300510120035

*董馨瑶为本报告重要贡献者

华新水泥

13年供需情况有望小幅改善

华新水泥公告2012年实现营业收入125.2亿人民币，同比降低0.9%，归属母公司股东净利润5.6亿人民币，同比降低48.3%，对应每股收益0.59元，与此前业绩预告一致。由于下游需求不振以及产能过剩导致行业竞争加剧，公司12年水泥平均售价同比下滑10.59%，业绩出现大幅下滑。第四季度在区域供求关系改善以及大企业的协同战略下，价格上涨，毛利率环比明显提高。预计13年湖北地区新增产能仍然较少，但从目前情况来看水泥需求可能也仅保持小幅增长，而且价格也容易受到沿江其他地区低价水泥熟料的冲击，未来价格提升情况仍不明朗。我们将A、B股目标价格上调至15.20元和1.80美元，评级下调至持有。

支撑评级的要点

- **水泥销售价格下滑带来盈利压力。**2012年公司实际水泥熟料综合销量约4,235万吨，较上年同期增长约9%。全年水泥熟料综合均价263元/吨，较上年同期下跌39元/吨，其中水泥均价约271元/吨，熟料均价约201元/吨。水泥熟料综合吨毛利为64元，吨净利16元。2012年由于主要区域水泥需求放缓，竞争加剧导致水泥价格大幅下跌，虽然四季度价格有所回升但全年盈利水平降幅仍然较大。
- **全年毛利率下滑，但4季度毛利率环比大幅改善：**公司2012年毛利率为24.4%，较上年同期下降3.0个百分点，其中4季度单季度毛利率30.3%，和2、3季度的22.1%和23.9%相比大幅提升。
- **全年费用率有所上升：**公司2012年期间费用率上升2.8个百分点到17.1%，其中销售费用率和管理费用率均上升1.1个百分点。
- **长期看主要区域新增产能较少，市场集中度较高：**公司截至2012年底熟料产能共计4,083万吨，水泥产能6,602万吨。预计13-14年将在塔吉克斯坦和湖南桑植分别新建两条生产线。2012年公司主要区域湖北地区仅新增两条新型干法水泥生产线，预计13年也仅有1到2条新增生产线。公司在湖北地区产能占比达30%以上并将继续通过收购提高份额，区域前四家水泥企业市场集中度约70%，有利于大企业间协同稳定价格。

评级面临的主要风险

- 产能过剩竞争加剧导致的价格下行风险。

估值

- 我们对公司2013-2014年的每股收益预测调整至0.847和1.040元，15年每股收益预测为1.236元人民币，给予A股15.20元目标价，对应2013年1.7倍市净率，考虑到B股价格的折让，给予B股1.80美元目标价，对应2013年1.3倍市净率，评级均调整为持有。

投资摘要—A股

年结日：12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	12,638	12,521	14,946	17,222	19,542
变动(%)	49	(1)	19	15	13
净利润(人民币 百万)	1,075	556	792	972	1,156
全面摊薄每股收益(人民币)	1.150	0.594	0.847	1.040	1.236
变动(%)	62.1	(48.3)	42.5	22.8	18.9
市场预期每股收益(人民币)		0.517	0.871	1.303	
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.564	0.704	
调整幅度(%)	-	-	50.2	47.7	
核心每股收益(人民币)	1.064	0.462	0.701	0.863	1.024
变动(%)	85.0	(56.5)	51.6	23.2	18.6
全面摊薄市盈率(倍)	12.2	23.5	16.5	13.4	11.3
核心市盈率(倍)	13.1	30.2	19.9	16.2	13.6
每股现金流量(人民币)	2.02	2.63	3.28	3.64	4.06
价格/每股现金流量(倍)	6.9	5.3	4.3	3.8	3.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.7	8.6	7.0	6.1	5.3
每股股息(人民币)	0.150	0.180	0.169	0.208	0.247
股息率(%)	1.1	1.3	1.2	1.5	1.8

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现—B股



资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2013年3月25日收市价为标准

投资摘要—B股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	12,638	12,521	14,946	17,222	19,542
变动(%)	49	(1)	19	15	13
净利润(人民币 百万)	1,075	556	792	972	1,156
全面摊薄每股收益(人民币)	1.150	0.594	0.847	1.040	1.236
变动(%)	(19.0)	(48.3)	42.5	22.8	18.9
市场预期每股收益(人民币)		0.517	0.871	1.303	
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.564	0.704	
调整幅度(%)	-	-	50.2	47.7	
核心每股收益(人民币)	1.064	0.462	0.701	0.863	1.024
变动(%)	(7.5)	(56.5)	51.6	23.2	18.6
全面摊薄市盈率(倍)	9.1	17.7	12.4	10.1	8.5
核心市盈率(倍)	9.9	22.7	15.0	12.2	10.3
每股现金流量(人民币)	2.02	2.63	3.28	3.64	4.06
价格/每股现金流量(倍)	5.2	4.0	3.2	2.9	2.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.6	7.3	6.0	5.2	4.5
每股股息(人民币)	0.150	0.180	0.169	0.208	0.247
股息率(%)	1.4	1.7	1.6	2.0	2.4

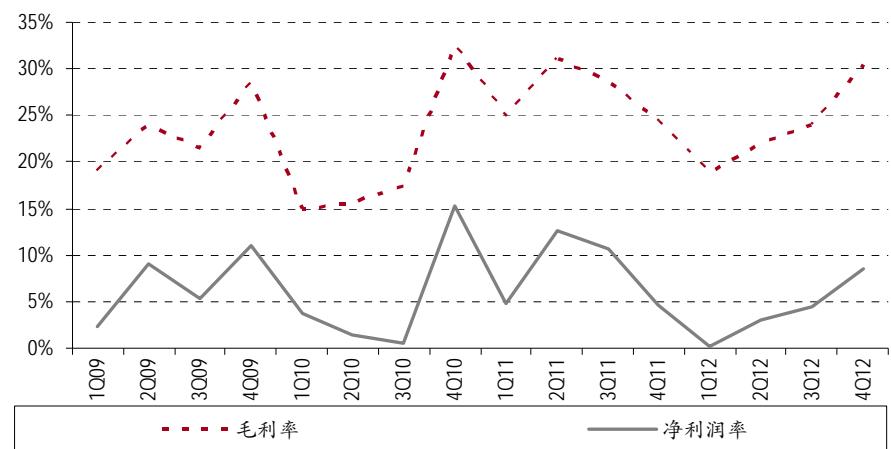
资料来源：公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 业绩摘要

(人民币，百万)	11年	12年	同比变化(%)
营业收入	12,638	12,521	(0.9)
营业成本	(9,174)	(9,466)	3.2
营业税金及附加	(155)	(174)	12.5
销售费用	(701)	(838)	19.6
管理费用	(588)	(724)	23.2
财务费用	(515)	(576)	12.0
资产减值损失	(73)	(18)	(75.1)
公允价值变动	0	0	N.M.
投资收益	(2)	(1)	(43.2)
汇兑净收益	0	0	N.M.
营业利润	1,431	723	(49.5)
营业外收入	198	213	7.3
营业外支出	(19)	(31)	61.4
利润总额	1,610	905	(43.8)
所得税费用	(390)	(225)	(42.3)
净利润	1,220	680	(44.2)
少数股东损益	(145)	(125)	(13.9)
归属于母公司所有者的净利润	1,075	556	(48.3)

资料来源：公司数据

图表 2.公司单季度利润率走势



资料来源：公司数据

图表 3.湖北地区水泥价格走势



资料来源：数字水泥

损益表 - A股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	12,638	12,521	14,946	17,222	19,542
销售成本	(9,174)	(9,466)	(11,208)	(12,907)	(14,637)
经营费用	(457)	(596)	(776)	(959)	(1,131)
息税折旧前利润	2,021	1,319	1,680	1,944	2,215
折旧及摊销	(986)	(1,140)	(1,282)	(1,413)	(1,560)
经营利润(息税前利润)	3,007	2,459	2,962	3,357	3,775
净利润收入/(费用)	(515)	(576)	(571)	(581)	(598)
其他收益/(损失)	104	163	184	224	270
税前利润	1,610	905	1,293	1,587	1,887
所得税	(390)	(225)	(323)	(397)	(472)
少数股东权益	(145)	(125)	(178)	(218)	(259)
净利润	1,075	556	792	972	1,156
核心净利润	995	433	656	807	957
每股收益(人民币)	1.150	0.594	0.847	1.040	1.236
核心每股收益(人民币)	1.064	0.462	0.701	0.863	1.024
每股股息(人民币)	0.150	0.180	0.169	0.208	0.247
收入增长(%)	49	(1)	19	15	13
息税前利润增长(%)	114	(35)	27	16	14
息税折旧前利润增长(%)	82	(18)	20	13	12
每股收益增长(%)	62	(48)	43	23	19
核心每股收益增长(%)	85	(57)	52	23	19

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 - A股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	1,610	905	1,293	1,587	1,887
折旧与摊销	986	1,140	1,282	1,413	1,560
净利息费用	515	576	571	581	598
运营资本变动	(920)	23	224	208	212
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(304)	(189)	(305)	(381)	(457)
经营活动产生的现金流	1,886	2,456	3,065	3,408	3,799
购买固定资产净值	(1,861)	(2,094)	(1,922)	(2,113)	(2,368)
投资减少/增加	(358)	12	0	0	0
其他投资现金流	247	(337)	(32)	(33)	(36)
投资活动产生的现金流	(1,972)	(2,420)	(1,954)	(2,146)	(2,404)
净增权益	1,799	48	0	0	0
净增债务	(52)	(1,664)	(75)	87	297
支付股息	(81)	(140)	(168)	(158)	(194)
其他融资现金流	(569)	1,746	(570)	(578)	(593)
融资活动产生的现金流	1,098	(10)	(813)	(650)	(490)
现金变动	1,013	26	298	612	905
期初现金	1,756	2,769	2,795	3,092	3,704
公司自由现金流	(91)	30	1,126	1,277	1,416
权益自由现金流	(663)	(2,221)	465	768	1,095

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 - A股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	2,769	2,795	3,092	3,704	4,609
应收账款	1,969	1,953	2,332	2,687	3,049
库存	1,081	904	1,071	1,233	1,398
其他流动资产	235	213	231	249	267
流动资产总计	6,054	5,865	6,726	7,872	9,323
固定资产	13,572	14,674	15,292	15,969	16,754
无形资产	1,788	1,908	1,910	1,913	1,916
其他长期资产	315	845	885	928	975
长期资产总计	15,676	17,426	18,086	18,809	19,645
总资产	21,730	23,291	24,812	26,682	28,967
应付帐款	2,866	2,963	3,512	4,044	4,586
短期债务	3,691	4,051	3,901	3,741	3,791
其他流动负债	757	1,063	1,293	1,497	1,707
流动负债总计	7,314	8,077	8,706	9,282	10,084
长期借款	5,420	6,357	6,432	6,679	6,926
其他长期负债	412	357	373	388	403
股本	935	935	935	935	935
储备	6,825	6,799	7,423	8,237	9,199
股东权益	7,760	7,735	8,358	9,172	10,134
少数股东权益	823	765	943	1,161	1,420
总负债及权益	21,730	23,291	24,812	26,682	28,967
每股帐面价值(人民币)	8.30	8.27	8.94	9.81	10.83
每股有形资产(人民币)	6.39	6.23	6.89	7.76	8.79
每股净负债/(现金)(人民币)	6.78	8.14	7.74	7.18	6.53

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 - A股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	23.8	19.6	19.8	19.5	19.3
息税前利润率(%)	16.0	10.5	11.2	11.3	11.3
税前利润率(%)	12.7	7.2	8.7	9.2	9.7
净利率(%)	8.5	4.4	5.3	5.6	5.9
流动性					
流动比率(倍)	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9
利息覆盖率(倍)	3.8	2.2	2.8	3.2	3.5
净权益负债率(%)	73.9	89.6	77.8	65.0	52.9
速动比率(倍)	0.7	0.6	0.6	0.7	0.8
估值					
市盈率(倍)	12.2	23.5	16.5	13.4	11.3
核心业务市盈率(倍)	13.1	30.2	19.9	16.2	13.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	14.3	32.9	21.7	17.6	14.8
偿债能力					
市净率(倍)	1.7	1.7	1.6	1.4	1.3
价格/现金流(倍)	6.9	5.3	4.3	3.8	3.4
企业价值/息税折旧前利润率(倍)	6.7	8.6	7.0	6.1	5.3
周转率					
存货周转天数	38.7	38.3	32.2	32.6	32.8
应收帐款周转天数	43.4	57.2	52.3	53.2	53.6
应付帐款周转天数	77.7	85.0	79.1	80.1	80.6
回报率					
股息支付率(%)	13.0	30.3	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	16.8	7.2	9.8	11.1	12.0
资产收益率(%)	7.7	4.4	5.2	5.7	6.0
已运用资本收益率(%)	12.7	7.3	8.9	9.8	10.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表-B股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	12,638	12,521	14,946	17,222	19,542
销售成本	(9,174)	(9,466)	(11,208)	(12,907)	(14,637)
经营费用	(457)	(596)	(776)	(959)	(1,131)
息税折旧前利润	2,021	1,319	1,680	1,944	2,215
折旧及摊销	(986)	(1,140)	(1,282)	(1,413)	(1,560)
经营利润(息税前利润)	3,007	2,459	2,962	3,357	3,775
净利润收入/(费用)	(515)	(576)	(571)	(581)	(598)
其他收益/(损失)	104	163	184	224	270
税前利润	1,610	905	1,293	1,587	1,887
所得税	(390)	(225)	(323)	(397)	(472)
少数股东权益	(145)	(125)	(178)	(218)	(259)
净利润	1,075	556	792	972	1,156
核心净利润	995	433	656	807	957
每股收益(人民币)	1.150	0.594	0.847	1.040	1.236
核心每股收益(人民币)	1.064	0.462	0.701	0.863	1.024
每股股息(人民币)	0.150	0.180	0.169	0.208	0.247
收入增长(%)	49	(1)	19	15	13
息税前利润增长(%)	114	(35)	27	16	14
息税折旧前利润增长(%)	82	(18)	20	13	12
每股收益增长(%)	(19)	(48)	43	23	19
核心每股收益增长(%)	(7)	(57)	52	23	19

现金流量表-B股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	1,610	905	1,293	1,587	1,887
折旧与摊销	986	1,140	1,282	1,413	1,560
净利息费用	515	576	571	581	598
运营资本变动	(920)	23	224	208	212
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(304)	(189)	(305)	(381)	(457)
经营活动产生的现金流	1,886	2,456	3,065	3,408	3,799
购买固定资产净值	(1,861)	(2,094)	(1,922)	(2,113)	(2,368)
投资减少/增加	(358)	12	0	0	0
其他投资现金流	247	(337)	(32)	(33)	(36)
投资活动产生的现金流	(1,972)	(2,420)	(1,954)	(2,146)	(2,404)
净增权益	1,799	48	0	0	0
净增债务	(52)	(1,664)	(75)	87	297
支付股息	(81)	(140)	(168)	(158)	(194)
其他融资现金流	(569)	1,746	(570)	(578)	(593)
融资活动产生的现金流	1,098	(10)	(813)	(650)	(490)
现金变动	1,013	26	298	612	905
期初现金	1,756	2,769	2,795	3,092	3,704
公司自由现金流	(91)	30	1,126	1,277	1,416
权益自由现金流	(663)	(2,221)	465	768	1,095

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表-B股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	2,769	2,795	3,092	3,704	4,609
应收帐款	1,969	1,953	2,332	2,687	3,049
库存	1,081	904	1,071	1,233	1,398
其他流动资产	235	213	231	249	267
流动资产总计	6,054	5,865	6,726	7,872	9,323
固定资产	13,572	14,674	15,292	15,969	16,754
无形资产	1,788	1,908	1,910	1,913	1,916
其他长期资产	315	845	885	928	975
长期资产总计	15,676	17,426	18,086	18,809	19,645
总资产	21,730	23,291	24,812	26,682	28,967
应付帐款	2,866	2,963	3,512	4,044	4,586
短期债务	3,691	4,051	3,901	3,741	3,791
其他流动负债	757	1,063	1,293	1,497	1,707
流动负债总计	7,314	8,077	8,706	9,282	10,084
长期借款	5,420	6,357	6,432	6,679	6,926
其他长期负债	412	357	373	388	403
股本	935	935	935	935	935
储备	6,825	6,799	7,423	8,237	9,199
股东权益	7,760	7,735	8,358	9,172	10,134
少数股东权益	823	765	943	1,161	1,420
总负债及权益	21,730	23,291	24,812	26,682	28,967
每股帐面价值(人民币)	8.30	8.27	8.94	9.81	10.83
每股有形资产(人民币)	6.39	6.23	6.89	7.76	8.79
每股净负债/(现金)(人民币)	6.78	8.14	7.74	7.18	6.53

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率-B股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	23.8	19.6	19.8	19.5	19.3
息税前利润率(%)	16.0	10.5	11.2	11.3	11.3
税前利润率(%)	12.7	7.2	8.7	9.2	9.7
净利率(%)	8.5	4.4	5.3	5.6	5.9
流动性					
流动比率(倍)	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9
利息覆盖率(倍)	3.8	2.2	2.8	3.2	3.5
净权益负债率(%)	73.9	89.6	77.8	65.0	52.9
速动比率(倍)	0.7	0.6	0.6	0.7	0.8
估值					
市盈率(倍)	9.1	17.7	12.4	10.1	8.5
核心业务市盈率(倍)	9.9	22.7	15.0	12.2	10.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	10.5	24.2	16.0	13.0	10.9
偿债能力					
市净率(倍)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
价格/现金流(倍)	5.2	4.0	3.2	2.9	2.6
企业价值/息税折旧前利润率(倍)	5.6	7.3	6.0	5.2	4.5
周转率					
存货周转天数	38.7	38.3	32.2	32.6	32.8
应收帐款周转天数	43.4	57.2	52.3	53.2	53.6
应付帐款周转天数	77.7	85.0	79.1	80.1	80.6
回报率					
股息支付率(%)	13.0	30.3	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	16.8	7.2	9.8	11.1	12.0
资产收益率(%)	7.7	4.4	5.2	5.7	6.0
已运用资本收益率(%)	12.7	7.3	8.9	9.8	10.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 月内在上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371